

金融证券分析

一、国有上市公司中的治理、管理问题

吴敬琏以 1993 年为分界点,将我国的企业改革划分为“放权让利”阶段(1993 年之前)与公司化改革阶段(1993 年之后)。由于着眼于增强企业活力的“放权让利”改革逐步触及到产权问题,界定所有权、明确排他性产权的公司化改革应运而生。在公司化的进程中,我们可以看到,国企改革采取了“抓大放小”的分层次战略,中小型国有企业基本通过卖给企业内部、卖给私人、股份合作制等方式实现改制,而大中型国有企业沿着以公司化为方向、建立公司治理结构为核心、实现股权多元化为途径的道路上稳步推进,一个很明确的目标是借助“改制—上市”号“直通车”成为上市公司。就现实来说,上市公司已成为改制后国企的先进代表,这不仅是因为股权多元化给公司带来竞争性的产权结构,还因为上市公司信息披露机制使公司透明度大为提高,改制的效果可及时被公众获悉。

企业改革出发点是提高效率,几经演变,上市公司成为改进效率的替代品;或者说,我们力图通过采用发达国家成功的现代企业制度组织形式来提高企业效率,但改制后的国企真的提高效率了吗?通过对整体上市公司运行的实际考察,我们发现并非如此,公司化改革带来了一些新的问题,这些问题造成我们的上市公司运行效率与标准的西方现代公司有明显差距。以下,我们将从公司治理与公司管理两个方面对当前国有上市公司中存在的突出问题做分析。

1. 国有上市公司在公司治理上存在的问题

国有上市公司在公司治理上存在的问题,既有公司改制前的历史问题,又有改制中的遗留问题,更有上市后出现的新问题。渐进式改革在制度设计、监管政策上的滞后也为公司当事人提供了可乘之机,而高价发行流通股、股权分置造成国有股法人股不流通,助长了市场的投机,延缓公司外部控制权治理机制发挥作

上市公司中的治理、管理问题与微观解析

□ 李国富

用。就我们的研究,目前上市公司中存在的主要问题可概括如下:

①选聘与激励企业管理人员机制的缺陷。在选聘高级管理人员机制上,政治资格往往会限制优秀管理人才加盟国企。由于传统上的“不患寡而患不均”,高级经理人员与普通雇员的收入差距拉不开,难以将经理人员的报酬与其业绩紧密挂钩,经理人员激励机制一直很弱,这造成大量的经理人员行为不端现象,比如大额公款消费、任人唯亲、盲目投资扩张、转移公司资产等。

②所有者缺位引起的内部人控制。由于改革前,国有企业所有权的行使是通过一套横向和纵向分割、权利和责任不对称的组织体系来实现的,改革中又历经放权让利、承包制等割裂,在公司化改革初期新的有效的国有资产管理体制尚未建立,加之国有资产的委托层次过多以及委托人和代理人的身份不明晰,导致国有企业中存在着所有者缺位问题。由于国有产权的虚置,无人对这部分产权负责,“内部人控制”问题出现。这在放权让利阶段就存在,在上市后表现得更为明显,即公司经理层既可以作为国有资产的代表不理睬中小股东的意见,也可以作为内部人不理会国家这个大股东的意见,从而既可能损害中小股东的利益,也可能损害大股东的利益。

③一股独大引起的控股股东侵害中小股东利益。公司化改制中,许多企业实行“多级法人制”(多级法人制使处于下级的法人不具有完全的独立性,违反了激励兼容的基本原则,造成了企业各组成部分之间、各企业成员之间的利益冲突。),而上市公司又大多是由母公司资产剥离后包装上市,所以出现旧体制下的“存续企业”作为控股股东控制上市公司或上市公司成为全资国有的“授权投资机构”的下属企业的情况。在资产、人员、业务方面,母公司与上市公司存有天然的联系,这就严重破坏了上市公司的独立性。尤其是剥离给上市公司的是优良资产和精良人员,存续控股公司的负担加重,控股公司就利

用自己的控制权,通过关联交易、资金占用、担保、再融资等方式占取上市公司资源,损害上市公司信用,侵害中小股东的利益。

④虚假信息披露。这起源于上市前的包装,也有地方政府的介入,还有配合股票二级市场炒作,再融资冲动等,更多的是前面3个问题的副产品。

深圳证券交易所2002年4月的中国股市个人投资者状况调查时发现,上市公司治理主要问题中,“董事会、监事会形同虚设”是个人投资者反映最突出的问题,占被调查者比例为52.8%,其他依次为“股权过于集中”(28%)、“缺乏职业经理人”(7.4%)、大部分股份不流通(6.8%)以及其他原因(6.1%)。可见,个人投资者对董事会、监事会的存在和执行效率最为关注,而董事会、监事会形同虚设实际上是形成上面列举的治理问题产生的最直接根源。

2. 国有上市公司在管理上存在的问题

脱胎于传统管理体制的国有上市公司,对西方企业的管理技术做了大量引进,比如聘请管理咨询公司做工作流程分解,实现系统运行的电子化等,但管理观念、管理环境的改变非一朝一夕,尤其是在有缺陷的治理结构平台上,管理中存在很多问题,主要表现在:

①违法违规问题严重。我们经常看到上市公司随意改变募集资金投向、操纵利润、设计回避监管的关联交易、不及时披露重大事项信息等违规现象,至于违法经营也屡见不鲜。

②投资效率低下,经营业绩下滑。国企通过上市,融入大量资金,管理能力和内控不能及时跟上,于是在投资项目的规划及可行性研究方面随意性加大,盲目投资带来效益低下,进而造成业绩年年下滑。不少国有企业上市后,出现“一年平,二年亏,三年ST”的现象,这可能有包装上市方面的原因,但上市前后业绩的巨大反差反映出企业经营的水平不高,管理的效益低下。

③放松长期核心竞争力培育,热衷于短期投机或资本运作。由于上市时是高溢价发行股票,公司能轻易地融入大量资金,不少公司将大量闲置资金进行投机性活动,尤其是参与股票炒作,这给公司带来很大风险,偏离或缺失企业长期经营战略,荒废主业。

④大量公司危机。如关键人失踪、重大投资失败、诉讼爆炸等。据笔者统计,从2003年1月份至2004年6月,有11位上市公司的董事长或总裁外逃或失踪,卷走的资金或造成的资金黑洞总计近百亿,严重程度已远胜1995年的武汉长江动力公司的于志安事件。重大投资失败与诉讼案件更是不胜枚举。

以上管理方面的问题给公司日常经营带来很大挑战,在内部控制不健全或运行无效的情况下,会使公司随时陷入崩溃的边缘。这些问题的大量出现,是国企改革重形式、轻管理的结果,很多是与前述的公司治理问题有关,更多地是与公司的内部控制基础薄弱相关。

3. 危害

国有上市公司治理、公司管理方面暴露的诸多问题,严重影响了公司运行的效率,使上市公司的运行风险加大,公司失败大量出现,不少上市公司还出现短生命周期现象,被迫进行资产重组,而一些无法重组的失败公司更加入“退市”的行列。而上市公司中一些“坏孩子”的示范作用更加剧了“重融资、轻改制”的短期投机行为,在投资公众中形成证券发行市场是“寻租场”、证券交易市场是“赌场”的观念,动摇了公众对资本市场的信心,给我们的企业公司化改革,乃至整个下一阶段的产权改革带来很大的负面影响。而公司的低效率运行,必将影响整个经济的运行效率,低效的产业经济已造成银行系统效率低下,大量的银行坏账也对下一步的经济改革构成重大威胁。

二、加强董、监事会效率与内部控制机制研究

1. 企业运行基础制度的创新被忽视
在企业改革的路径选择上,我们可看

到两条不同的路线:一条是强调充分的市场竞争,消解企业进入壁垒,让不同所有制企业站在同一条起跑线上展开竞争,建立公平竞争的市场环境以形成反映企业绩效的充分信息,代表性人物是林毅夫(1999)、刘芍佳等(1998);另一条是坚持产权改革,实现股权多元化,“有恒产者有恒心”,排他性的产权是最根本的激励,通过不同利益主体之间为各自利益最大化而展开的竞争,保持企业整体的活力与持续发展,实现资源的优化配置,代表性人物是张维迎(2001)。

我们认为,充分的市场竞争可造就良好的外在环境,多元化的产权结构是发展的方向,而制度(尤其是微观制度)创新才是企业面临的直接现实问题。就企业改革中出现的问题,尤其是上市公司运行中出现的治理、管理问题,公司失败导致控制权转让而引发的产权改革问题等,我们必须从两条路线的对立中走出来,直面微观的企业运行基础制度,以制度创新来提高公司效率,防范公司失败,降低改革成本,尽早实现改革目标。如果单纯地强调产权制度的改革,而忽视企业运行环境制度的改革,尤其是忽视企业治理结构、管理制度方面的基础制度创新,无异于拔苗助长。股权多元化无疑是既定目标,但不能以牺牲证券市场的公信力、牺牲整个社会福利为代价。只有紧密结合我国企业改革的实际情况,及时地在公司治理、公司管理方面不断地进行基础制度创新,才更符合我们渐进式改革的要求,使产权改革水到渠成。

从公司制在各发达国家的运行来看,公司体现的“企业家精神”、“企业公民精神”,不断地在竞争中求生存,积极创新,实现了资源的优化配置。但是,由于各国在发展市场经济的过程中具有不同的禀赋、起点、政治法律环境,在采用公司制中必然会产生运行差异,甚至曲折,而达到理想的现代公司标准则是一个动态的历史过程。既然选择了公司化的方向,我们在基础制度创新上还应从我国公司的实际情况,特别是上市公司中暴露的治理、

管理问题出发。

2. 提高董、监事会的运行效率是完善公司治理结构的关键

从国内外公司治理结构的制度安排看,董事会是承上启下的中心关节点。它一方面接受股东的委托,行使权利并承担受托责任,在位董事履行“诚信”与“勤勉”义务,另一方面又委托职业经理人经营运作公司业务,为职业经理人设计有效的激励约束机制,定期对职业经理人进行选聘与考评,以实现职业经理人与股东的利益趋同与“激励兼容”。因此,我们认为,就现代公司的治理结构运行(内部治理机制)来说,公司董事会的效率决定了治理水平的高低。

就我国上市公司中暴露的问题而言,职业经理人的选聘与考评需要董事会及相关下属委员会独立、客观、公正,建立使优秀的职业经理人脱颖而出的机制,而不是任人唯亲的关系型选聘;提高上市公司的独立性,化解“一股独大”的负面影响,首先就需要提高董事会的独立性,使董事会真正独立于大股东,为上市公司的全体股东,尤其是中小股东的利益抗争,可考虑引入类别股东表决机制、大股东回避等提高董事会的代表性;解决内部人控制问题,同样需要董事会独立于经理层,站在全体股东利益的立场上选聘、监控、考评经理层;至于提高上市公司的透明度,完善信息披露机制,董事会更是责无旁贷。就公司战略制定来说,董事会的基础地位不可动摇。而一些上市公司对日常经营管理与制定战略的分工不明确,造成董事会的短视战略行为,影响了公司的日常经营,使公司风险加大。为了企业的长期发展,董事会应在公司远景战略中发挥中流砥柱的作用,这同样需要提高董事会的运行效率。

处于企业改制中监督失衡的考虑,我们在治理结构中加入了监事会,来实现以内部人为主体的监事对董事、职业经理人的有效监督,尤其是财务及失职行为方面的监督。监事会设置构想的出发点很明确,但在实际运行中,出现了监事胜任能

力不够、激励不足,董、监事会职能重复、权责划分不清以及引进独立董事造成错位、冲突等情况,使监事会的运行效率大打折扣。由于企业的产权改革是由百分之百的国有股权向多元化股权方向推进,在上市公司日常运营以及控制权转移过程中,会发生侵犯职工利益、恶意侵占国有资产、逃废银行债务等损害利益相关者的现象,而虚假的财务报告更是给全社会带来损失。这些情况迫切需要在上市公司中设立一个利益相关者的利益诉求机制,而拓展监事会的功能、提高监事会的运作效率将是一个很好的选择。

3. 改善内部控制机制是加强公司管理的关键

内部控制是企业实现既定目标提供合理保证的各种政策、程序和过程,长期以来被视为一种管理手段。内部控制发展历经内部牵制、内部控制制度、内部控制结构、内部控制整体框架,直到今天的企业风险管理框架(ERM),一步步扩大目标范围,从公司管理的职能之一演变为与公司管理逐渐融合,且从COSO内控概念框架时又出现与公司治理的交叉,表明内部控制的功能在管理层面上越来越大。就发达国家的管理实践来看,内部控制已成为一个至关重要的手段,尤其是企业风险管理框架的推出,更是将内部控制从一个防守工具变为积极进攻的利器,以化解企业面临的各种风险。面对全球化的企业竞争加剧,我们的上市公司必须在完善内部控制机制上下硬工夫。

就我国上市公司暴露的管理问题来看,欠缺的内部控制制度、低效运行的内部控制机制是管理失败的直接原因。我们传统的企业管理是建立在奉献、平均主义、思想政治工作的基础上,内部控制制度不完善,很多是缺陷爆发后的修补,而且对企业面临的外部风险很少涉及。上市公司在融得超出管理能力的大量资金后,由于缺少对应的内部控制机制改进,各种管理机会主义乘机爆发,把公司带入失败的边缘。针对上市公司出现的大量失控状况,当务之急是完善内部控制机制,这是

提高管理效益的最有效途径。

4. 发挥公司治理与内部控制两个不同层面的保障作用

作为管理层面的内部控制和公司治理的发展相联系,并直接受到其影响。同时,公司治理的很多问题和内部控制是不可分割的,如独立董事的存在、董事会的委员会机构或监事会、CEO或其他关键高级职员的任务、薪酬、绩效评估等。通过比较公司治理、内部控制的发展演进,我们发现,为防范财务舞弊、公司失败,国外的监管机构和有关组织在对策选取方面,宏观层次上强调公司治理(代表性的是1992年英国出台的Cadbury公司治理财务报告),微观层次上强调内部控制(代表性的是1992年美国出台的COSO内部控制整体框架)。安然事件后,美国重视内部治理机制建立,强化信息披露责任,《萨班斯-奥克斯利法案》要求完全由独立董事组成的审计委员会对财务报告、内部控制进行检查,并要求审计师对管理层的财务报告内部控制有效性评价进行认证和报告,进一步将宏观与微观结合起来。

由于公司治理与公司管理存在密不可分的联系,为系统解决国有上市公司的治理、管理问题,提高企业的竞争力,增加企业的外部融资渠道,发展壮大资本市场,我们认为,应加强董事会、监事会效率与内控机制的各自研究,以提高我国上市公司的治理水平与管理水平。在此基础上,将提高董监事会效率与改善内部控制机制的结合起来,来增强企业整体的素质与竞争力,提高公司的运行效率,为企业改革打下坚实的基础制度。□

注 本文为教育部人文社会科学重点研究基地重大项目(批准号01JAZJD630005)研究成果之一。

作者单位:厦门大学会计系
通讯地址:厦门大学2134#信箱
邮编 361005